

# “一带一路”与公司绩效：一项准自然实验

郑登津 黎舜 徐可儿 李小满

**摘要：**本文采用双重差分模型，研究“一带一路”对企业绩效的影响。结果发现，“一带一路”对于企业的短期会计绩效无显著影响，但对长期绩效具有显著的提升作用，且对于不同行业存在不同的影响。进一步研究发现，在高管具有市场背景、机构投资者持股比例高和公司治理水平高的公司，“一带一路”对公司长期绩效的提升更为显著；可能的机制是“一带一路”带动了公司的投资水平，有利于企业的长期发展。本文不仅丰富了宏观政策与公司绩效的相关研究，同时对于国家进一步推进“一带一路”的建设和促进我国资本市场的良好发展具有一定的参考价值。

**关键词：**“一带一路”；公司绩效；高管背景；公司治理

**中图分类号：**F270 **文献标志码：**A **文章编号：**2095-8838(2021)01-0058-10

## 一、引言

“一带一路”倡议自提出以来，就受到海内外学者的普遍关注。根据商务部的统计数据，2015年，我国企业对外投资额同比增长18.2%，投资额合计148.2亿美元。2019年，中国与“一带一路”相关国家进出口总值达到9.27万亿元，同比增长10.8%，贸易增速领先全球。以嘉友国际物流股份有限公司为例，公司受益于国家“一带一路”建设及蒙古OT矿、柏莎库铜矿、阿克陶盖铜矿等项目产能的持续放量，2018年实现营业收入41亿元，同比增加26.40%，实现归母净利润2.7亿元，同比增加30.94%。

虽然“一带一路”给企业带来了新的海外投资与海外销售的机会，但企业参与其中并非毫无风险。“一带一路”

对于宏观经济发展、对外贸易、对外投资均产生促进作用，但同时，由于“一带一路”部分沿线国家政局动荡，尚不具有稳定的投资环境，企业参与“一带一路”也可能会承受政治波动、资金缺口等风险。一些文献利用我国对发展中国家的对外投资数据研究后发现，东道国的制度对中国对外投资有显著影响；加之企业自身对外直接投资经验不足、风险规避能力不强等原因，企业投资面临许多不确定性因素（蒋冠宏和蒋殿春，2012；郭建宏，2017）。在风险和机遇的双重作用下，一个值得探讨的问题是：“一带一路”对于企业绩效会产生什么样的影响呢？

本文以“一带一路”的实施作为准自然实验，通过手工搜集2012年至2017年A股上市公司“一带一路”参与情况的数据，采用双重差分模型检验“一带一路”的实施效果。

收稿日期：2020-09-25

基金项目：国家自然科学基金青年项目(71802206)；教育部人文社会科学研究基金青年项目(18YJC630262)；中央高校基本科研业务费专项资金项目(QL18005)

作者简介：郑登津，中央财经大学会计学院副教授；  
黎舜，中央财经大学会计学院本科生；  
徐可儿，中央财经大学会计学院本科生；  
李小满，中央财经大学会计学院本科生。

结果发现，“一带一路”对于企业的短期绩效无显著影响，但对于长期绩效具有显著的提升作用。进一步研究发现，在高管具有市场背景、机构投资者持股高和内部治理水平高的企业，“一带一路”对公司长期绩效的提升更为显著；对于不同的行业，“一带一路”对于企业的长短期绩效有着不同的影响。可能的机制是“一带一路”带动了公司的投资，从而对于企业的长期发展具有积极作用。

本文可能的贡献在以下两方面：在理论贡献方面，首先，目前大多学者的研究聚焦于“一带一路”对于贸易、文化交流、国际经济格局的意义，对于微观层面影响的经验研究较少(李香菊和王雄飞, 2018；孙焱林和覃飞, 2018；陈胜蓝和刘晓玲, 2018；徐思等, 2019)，本文的研究结论丰富了宏观政策与企业绩效的相关研究。其次，与以往学者以“一带一路”概念股为实验组样本不同(刘琦, 2018)，本文引入了年报文本分析的方式选取实验组样本，能够更加准确地检验“一带一路”经济效果。最后，本文的结果表明“一带一路”能提升公司长期绩效，对经济下行压力下企业财务决策的选择具有一定的启示作用。

本文余下部分的结构安排如下：第二部分是理论分析和假设提出；第三部分是研究设计；第四部分是主要实证结果分析；第五部分是进一步分析；第六部分是结论与启示。

## 二、理论分析和假设提出

以往关于“一带一路”经济后果的相关研究往往从宏观经济发展、对外贸易、对外投资三个层面展开。宏观经济发展层面，有研究(魏龙和王磊, 2016)表明，“一带一路”倡议的提出加强了中国与“一带一路”沿线国家的贸易协作，尤其是上游环节主导产业和混合主导产业，产业升级趋势明显。对外贸易层面，以往研究表明，“一带一路”对我国进出口贸易具有积极影响。“一带一路”能显著提升中国的出口量，提振我国出口贸易(孙楚仁等, 2017)，而且使得我国对“一带一路”周边国家的出口商品结构有所改善(魏巍贤和马喜立, 2017)。对外投资层面，“一带一路”创造了中国与沿线国家更多的合作机会，在“一带一路”影响的重点省份，上市公司投资水平有所提高(陈胜蓝和刘晓玲, 2018)，“一带一路”的实施显著降低了企业的融资约束(徐思等, 2019)。综上所述，以往对于“一带一路”经济后果的研究主要集中于宏观经济发展、对外贸易和投资层面，且大多数文献是基于政策文件的理论推导，缺乏对于微观主体影响的实证研究。

本文从“一带一路”与微观企业绩效的视角进行研究，以为理解宏观政策的实施效应提供微观层面的证据。

一方面，“一带一路”能为企业带来更多机遇。首先，已有学者的研究表明，对外投资规模的增加对企业长期绩效(价值)的提升产生正面影响。邓新明等(2014)发现公司国际化投资对于公司长期价值具有促进作用，同时还发现，政治关联能显著提升国际化投资深度而显著削弱企业国际化投资的广度，并且国际化投资的深度相比于广度对于企业长期价值的提升更为明显。朱穗昌等(2018)通过事件研究法和财务指数分析方法研究乳制品行业上市公司海外投资对公司绩效影响发现，海外投资对公司长期绩效产生正面影响。在“一带一路”倡议下，中国与多国形成了良好的双边及多边合作关系，有助于提高企业对外直接投资的规模与投资成功率(杨连星等, 2016)，保障投资项目的顺利实施，从而提升企业长期绩效。其次，2015年亚洲基础设施投资银行的成立，为多个跨国合作大型项目进行资金融通，并且利用其投资风险识别和筛选机制帮助企业规避风险(孙伊然, 2016)，尤其是帮助识别和规避因部分沿线国家经济发展较落后、国家基础设施建设能力较弱、政权更替和制度变化较频繁带来的风险，从而实现风险的合理分担与利益共享。最后，中国作为制造业大国，在基础设施建设方面的供给优势符合“一带一路”沿线国家需求(于津平, 2016)，给企业对外承包业务提供了机会。因此，长期来看，参与“一带一路”的企业在政策推动下，其对外合作程度提高、投资风险降低、拥有更多投融资机会，这些因素可能使得企业长期绩效得以提升。

另一方面，在“一带一路”下，企业也面临着风险。首先，企业走出国门对外投资经营环境发生了较大变化，很多企业会面临经验不足与管理能力不足的情况。考虑到未来收益的不确定性较大，企业在对外投资初期的投资规模往往相对较小，可能使得短期内受到“一带一路”的影响较小。其次，“一带一路”沿线投资的资本需求通常较高。如果对外投资规模过大、举债沉重，会导致企业资产负债率过大(聂名华, 2009)，可能使企业经营在短期陷入困境，影响企业的短期绩效。最后，需要注意的是，企业在“一带一路”进行的投资大多是长期资产，这些长期资产在未来能为其带来长期的现金流和收益，但其在短期内由于新增了折旧等成本不一定能显著带来利润的提升。因此综合来看，“一带一路”对于企业的短期经营绩效的影响可能会比较微弱，甚至是负向的。

基于上述分析,本文提出以下研究假设:

H1:在其他情况相同时,“一带一路”将显著提升企业的长期绩效。

H2:在其他情况相同时,“一带一路”对企业的短期绩效无显著影响或有显著负向影响。

### 三、研究设计

#### (一)样本选择

本文参考国家发展改革委等部门联合发布的《推动共建丝绸之路经济带和21世纪海上丝绸之路的愿景与行动》和推进“一带一路”建设工作领导小组办公室印发的《标准联通“一带一路”行动计划(2015-2017)》以及中证一带一路主题指数的选股规则,发现“一带一路”主要集中在能源、运输、通信、制造业等基础建设领域。依据中国证监会上市公司行业分类标准,选取采矿业(B),制造业(C),交通运输、仓储和邮政业(G),信息传输、软件和信息技术服务业(I),科学研究和技术服务业(M)五个行业的A股上市公司为样本,样本区间为2012年至2017年。与以往采取“一带一路”概念股选取样本的方法不同,本文通过对2012年至2017年样本公司的年度报告全文检索,对提及“一带一路”字样的年度报告进行逐个筛选,得出了样本公司“一带一路”参与情况的数据。以往有关“一带一路”概念股的选取主要集中于主板的大型国有企业,以这种选择标准挑选出来的上市公司本身包含的特质信息可能会对结果造成有偏性、反向因果等影响,而本文所采取的年报文本分析

的方法则能更好地规避实验组样本的有偏性问题。

在剔除了2012年至2017年期间被ST或\*ST以及数据缺失的观测值之后,共得到10 117个观测值。本文所有财务数据均来自国泰安(CSMAR)和锐思(RESSET)数据库。数据的整理、计算和回归过程所使用的软件为STATA 15。为避免极端情况对结果的影响,本文对连续变量进行上下1%的Winsorize缩尾处理。

#### (二)研究设计

为了检验“一带一路”对于公司绩效的影响,本文构建如下双重差分(DID)模型进行检验:

$$Roa\_change\ or\ Tobin\_change = \beta_0 + \beta_1 Treat \times Post + \beta_2 Post + \beta_3 Controls + \sum Year + \sum Firm + e$$

本文的解释变量为上市公司是否参与“一带一路”(Treat)和“一带一路”实施前后哑变量(Post)的交互项(Treat × Post)。如果企业在2012年至2017年年度报告中提及“一带一路”则Treat为1,否则Treat为0。由于“一带一路”于2015年正式实施,本文设置的“一带一路”实施前后哑变量(Post),选取前后对称的年份,并定义“一带一路”正式实施之前为0(2012年、2013年和2014年),“一带一路”正式实施之后为1(2015年、2016年和2017年)。

本文的被解释变量为短期会计绩效(Roa\_change)和长期绩效(Tobin\_change)。王雪莉等(2013)认为,总资产收益率ROA反映的是企业短期的绩效,而企业的市场价值TobinQ更能反映企业长期的绩效水平。但根据计量经济学的相关理论,一阶差分能够有效地减少线性回归中个

表1 变量定义

变量名称	变量代码	变量解释
短期会计绩效	Roa_change	企业第t+1年ROA值减去企业第t年ROA值
长期绩效	Tobin_change	企业第t+1年TobinQ值减去企业第t年TobinQ值
虚拟分组变量	Treat	如果企业在2012~2017年年度报告中提及“一带一路”则为1,否则为0
虚拟时间变量	Post	“一带一路”正式实施之前为0(2012年、2013年和2014年),“一带一路”正式实施之后为1(2015年、2016年和2017年)
成长性	Growth	营业收入的增长率
速动比率	Quick	流动资产总额扣除存货后除以流动负债总额
经营现金流量	Ocf	经营活动现金流除以总资产
资产负债率	Lev	总负债除以总资产
公司规模	Size	总资产的自然对数
董事会规模	Board	董事会人数
独立董事比例	Out	独立董事人数除以董事会人数

体特质信息带来的白噪声影响，同时在一定程度上减少多元回归中的多重共线性问题。因此，本文参考了王雪莉等(2013)对于企业长短期绩效的衡量方法后进行了一阶差分，在一定程度上使模型更平稳。

本文的控制变量包括：(1)公司基本面的变量：成长性(Growth)、速动比率(Quick)、经营活动现金流量(Ocf)、资产负债率(Lev)、公司规模(Size)。(2)公司治理的变量：董事会规模(Board)、独立董事比例(Out)。最后，本文还控制了公司固定效应(Firm)和年度固定效应(Year)。

具体变量定义如表1所示。

#### 四、实证结果与分析

##### (一)描述性统计

表2列示了主要变量的描述性统计。表2显示45.3%的公司参与了“一带一路”，这说明A股上市公司对“一带一路”的参与度较高。从短期和长期绩效的描述性统计可以看出，从25分位数到75分位数有较大的提升，说明不同企业绩效变化存在明显的差异。控制变量上，成长性(Growth)的均值为0.190，公司规模(Size)均值为22.050，资产负债率(Lev)均值为0.398，各项数据与其他研究的描述性统计大致相同。

##### (二)假设检验结果

表3列示了本文研究假设1的多元回归检验结果。表3结果显示，在不考虑控制变量的情况下，“一带一路”的参与情况及“一带一路”正式实施前后的交互项(Treat×Post)

与短期会计绩效(Roa\_change)不存在显著相关关系，而与长期绩效(Tobin\_change)在1%的水平上呈显著正相关的关系。在考虑了控制变量以后，交互项(Treat×Post)与长期绩效(Tobin\_change)仍然在1%的水平上呈显著正相关的关系。以上这些结果说明，“一带一路”在短期对于企业会计绩效无显著影响，但对于企业的长期绩效具有显著的提升作用。

##### (三)作用机制检验

为了检验可能存在的作用机制，本文从投资水平(Invest\_level,第t年购建固定资产、无形资产及其他资产所支付现金减去处置固定资产、无形资产及其他资产而收回的现金除以第t年末总资产)角度进行检验。吴景泰等(2019)研究发现，投资效率与企业绩效有明显的正相关关系。表4结果显示，在不考虑控制变量的情况下，交互项(Treat×Post)与投资水平(Invest\_level)呈显著正相关的关系。在考虑了控制变量以后，交互项(Treat×Post)与投资水平(Invest\_level)在1%的水平上呈显著正相关的关系。以上这些结果说明，“一带一路”对于企业的长期绩效具有显著的提升作用可能是因为给企业带来了更多的投资机会，提高了企业的投资水平，短期而言可能是一笔较大的支出，但是却增加了企业未来收益增长的可能性，从而有利于企业的长期发展。

本文进一步探究企业对外投资对于“一带一路”倡议与企业绩效的关系。在此异质性检验中引入企业是否对外投资哑变量(If\_Invest)，若企业该年对外投资水平大于0

表2 主要变量的描述性统计

	观测值	均值	标准差	最小值	25分位数	中位数	75分位数	最大值
Roa_change	10 117	-0.006	0.056	-0.311	-0.016	-0.001	0.011	0.183
Tobin_change	10 104	-0.105	1.502	-5.558	-0.657	-0.098	0.387	5.803
Treat	10 117	0.453	0.498	0.000	0.000	0.000	1.000	1.000
Post	10 117	0.514	0.500	0.000	0.000	1.000	1.000	1.000
Treat_Post	10 117	0.232	0.422	0.000	0.000	0.000	0.000	1.000
Growth	10 117	0.190	0.452	-0.493	-0.024	0.107	0.272	2.910
Quick	10 117	2.115	2.527	0.201	0.807	1.296	2.326	16.540
Size	10 117	22.050	1.204	19.670	21.200	21.890	22.720	25.680
Lev	10 117	0.398	0.199	0.047	0.237	0.385	0.545	0.892
Board	10 117	8.602	1.673	5.000	7.000	9.000	9.000	15.000
Ocf	10 117	0.045	0.067	-0.154	0.007	0.043	0.084	0.234
Out	10 117	0.374	0.053	0.333	0.333	0.333	0.429	0.571

则为1, 否则为0。将其与“一带一路”参与情况(Treat)及事件前后(Post)进行三项交互放入模型中, 被解释变量和控制变量保持不变。回归结果如表5所示, “一带一路”的参与情况及事件前后(Treat × Post)和企业是否对外投资(If\_Invest)的交互项与公司长期绩效(Tobin\_change)依然显著正相关, 而与短期会计绩效(Roa\_change)的回归系数依然不显著。回归结果验证了企业对外投资作为“一带一路”倡议与公司绩效的渠道作用。

(四)稳健性检验

1. 公司一年度层面的双cluster调整。为了检验结果

的稳健性, 参考林乐和郑登津(2015)的研究, 本文对t值进行了公司一年度层面的双cluster调整, 回归结果见表6。结果显示, “一带一路”的参与情况及事件前后的交互项(Treat × Post)与长期绩效(Tobin\_change)仍然在1%的水平上呈显著正相关的关系, 而与会计绩效(Roa\_change)的回归系数依然不显著, 本文回归结果基本不变。

2. 平行趋势检验。本文借鉴Ahern和Dittmar(2005)的研究设计将Treat变量和年度虚拟变量相乘, 这种方法可以控制本文结果的有偏性, 也可以观察政策出台前后对投资水平的不同影响。参考连立帅等(2019)的研究, 设计4个年度哑变量Year2012、Year2013、Year2016、Year2017。将基准年设定为政策实施前一年, 同时探究基准年份前两年和正式实施后两年的平行趋势检验。回归结果见表7。第(1)列短期绩效所有系数均不显著, 第(2)列长期绩效Year2012\_treat和Year2013\_treat的系数不显著, Year2016\_

表3 “一带一路”与公司绩效

	(1) Roa_change	(2) Roa_change	(3) Tobin_change	(4) Tobin_change
Treat × Post	-0.002 (-0.76)	-0.003 (-1.18)	0.487*** (9.08)	0.487*** (9.08)
Post	-0.016*** (-5.94)	0.005 (1.35)	-1.246*** (-27.24)	-1.308*** (-20.20)
Growth		-0.000 (-0.17)		-0.098** (-2.00)
Quick		0.000 (0.58)		0.078** (5.03)
Size		-0.028*** (-9.82)		0.146** (2.29)
Lev		0.070*** (5.86)		0.968*** (3.88)
Board		-0.001 (-0.96)		-0.028 (-1.27)
Ocf		-0.040** (-2.52)		-0.068 (-0.20)
Out		-0.014 (-0.51)		-0.095 (-0.17)
常数项	-0.005*** (-4.00)	0.595*** (9.33)	0.270*** (10.13)	-3.179** (-2.26)
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测数	10 117	10 117	10 104	10 104
R <sup>2</sup>	0.12	0.15	0.33	0.33
F	22.684***	20.587***	492.258***	238.509***

注: 括号内为Robust稳健标准误调整的t值, \*\*、\*、\*分别表示1%、5%和10%的显著性水平。下同

表4 作用机制检验: 投资水平

	(1) Invest_level	(2) Invest_level
Treat × Post	0.004*** (3.16)	0.005*** (3.35)
其他变量		控制
公司和年度固定效应	控制	控制
观测数	9 931	9 931
R <sup>2</sup>	0.55	0.55
F	142.207***	75.691***

表5 作用机制检验: 是否对外投资

	(1) Roa_change	(2) Roa_change	(3) Tobin_change	(4) Tobin_change
Treat × Post × If_Invest	-0.001 (-0.64)	-0.002 (-1.12)	0.480*** (8.86)	0.481*** (8.88)
Treat × If_Invest	0.019 (1.40)	0.017 (1.27)	0.039 (0.16)	0.053 (0.22)
Post × If_Invest	-0.030** (-2.11)	-0.028** (-2.01)	0.226 (0.94)	0.174 (0.73)
其他变量		控制		控制
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测数	10 117	10 117	10 104	10 104
R <sup>2</sup>	0.12	0.16	0.33	0.33
F	16.890***	18.283***	330.140***	195.220***

表6 稳健性检验：公司一年度层面的双 cluster 调整

	(1) Roa_change	(2) Tobin_change
Treat × Post	-0.003 (-1.18)	0.487*** (9.08)
其他变量		控制
公司和年度固定效应	控制	控制
观测数	10 117	10 104
R <sup>2</sup>	0.15	0.33
F	20.587***	238.509***

表8 稳健性检验：PSM 检验

	(1) Roa_change	(2) Roa_change	(3) Tobin_change	(4) Tobin_change
Treat × Post	-0.002 (-0.76)	-0.003 (-1.17)	0.167*** (3.19)	0.170*** (3.26)
其他变量		控制		控制
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测数	9 174	9 174	9 165	9 165
R <sup>2</sup>	0.17	0.20	0.36	0.36
F	23.779***	21.120***	408.254***	199.619***

表7 稳健性检验：平行趋势检验

	(1) Roa_change	(2) Tobin_change
Year2012_treat	0.003 (1.03)	-0.037 (-0.49)
Year2013_treat	0.001 (0.44)	0.058 (0.74)
Year2016_treat	0.000 (0.04)	0.332*** (4.11)
Year2017_treat	-0.001 (-0.16)	0.287*** (3.87)
其他变量		控制
公司和年度固定效应	控制	控制
观测数	10 117	10 104
R <sup>2</sup>	0.15	0.33
F	17.248***	194.464***

表9 稳健性检验：以“一带一路”概念股为实验组样本

	(1) Roa_change	(2) Roa_change	(3) Tobin_change	(4) Tobin_change
Treat × Post	0.008* (1.89)	0.005 (1.20)	0.604*** (7.17)	0.593*** (6.95)
其他变量		控制		控制
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测数	10 117	10 117	10 104	10 104
R <sup>2</sup>	0.12	0.15	0.32	0.33
F	23.124***	20.744***	486.041***	235.164***

表10 稳健性检验：更换因变量

	(1) Roa	(2) Roa	(3) Tobin	(4) Tobin
Treat × Post	0.001 (0.74)	0.001 (0.81)	0.001*** (3.96)	0.001*** (3.06)
其他变量		控制		控制
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制
观测数	10 117	10 117	10 113	10 113
R <sup>2</sup>	0.58	0.65	0.68	0.69
F	13.632***	69.259***	298.822***	178.374***

treat 和 Year2017\_treat 的系数为正且显著。与主回归结果保持一致，亦说明公司的短期绩效在“一带一路”实施前无明显区别。回归结果基本通过了平行趋势检验。

3. PSM 检验。本文使用倾向性得分分配对法 (PSM) 来控制参与“一带一路”和未参与“一带一路”公司之间的系统性差异。具体而言，从成长性 (Growth)、速动比例 (Quick)、公司规模 (Size)、经营现金流量 (Ocf)、杠杆水平 (Lev)、独立董事比例 (Out) 六个方面选取变量，运用 Logit 模型，并控制年度固定效应对样本进行 1:1 的配对，回归结果见表 8。由结果可知，通过 PSM 配对后的样本，“一带一路”参与情况 (Treat × Post) 和公司长期绩效 (Tobin\_change) 依然显著正相关而与短期会计绩效 (Roa\_change)

的回归系数依然不显著，与主回归结果保持一致。

4. 以“一带一路”概念股为实验组样本。以往文献 (吕越等, 2019) 多采用“一带一路”概念股作为实验组样本研究“一带一路”的经济后果，本文采用该方式选取实验组样本进行稳健性检验。结果见表 9，“一带一路”的参与情况及事件前后的交互项 (Treat × Post) 和公司长期绩效 (Tobin\_change) 依然显著正相关而与短期会计绩效 (Roa\_change)

的回归系数虽为正,但显著性水平较低。采用“一带一路”概念股为样本的回归结果与主回归结果保持一致,本文结论稳健。

5. 更换因变量的衡量方式。与主回归中衡量公司绩效方式略有不同,本文采用一阶差分衡量公司绩效,以常规衡量方法进行稳健性检验。将短期经营绩效定义为公司当年Roa,将长期绩效定义为下一年TobinQ值,稳健性检验结果如表10所示,与主回归结果保持一致。

### 五、进一步分析

进一步,本文将检验公司层面的特征(高管相关背景)、内外部监督环境的特征(机构投资者持股比例和公司治理水平)对“一带一路”与企业绩效的交互影响。为此,本文设置以下几个变量:(1)高管背景,高管是否具有市场背景;(2)机构投资者持股比例,若企业机构投资者持股比例大于该年度该行业企业机构投资者持股比例的中位数则为1,否则为0;(3)公司内部治理,若企业实际控制人的控制权与现金流权分离度大于同年度同行业两权分离度的中位数则为内部治理较差,否则为内部治理较好。

#### (一)高管背景

Elron(1997)研究发现高管团队成员的年龄、受教育程度、文化背景等会影响到组织的绩效。吕越等(2019)的研究发现,高管背景作为重要的中介变量,影响着“一带一路”的实施。“一带一路”倡议主要面向东南亚等海外市场,其经济结构等方面与中国存在一定差异,具有市场背景的高管能够更好地识别潜在市场的机遇和风险,帮助企业在海外市场取得成功。表11列示了“一带一路”参与情况、

高管市场背景与公司绩效的回归结果。本文发现“一带一路”的参与情况及事件前后的交互项(Treat × Post)与企业的公司长期绩效(Tobin\_change)依然显著正相关。而且本文发现,相比于高管无市场背景的公司,“一带一路”对高管有市场背景的公司绩效提升作用更为显著。这可能是因为,有市场背景的高管对于市场风险和投资风险的把控能力较强,能更好地保障海外投资项目顺利开展,进而影响公司业绩。

#### (二)机构投资者持股

机构投资者能有效抑制管理层投机行为,在内外部监督中起着重要的作用(Core等,1999;梁上坤,2018)。机构投资者持股比例增大时将有助于提高公司的投资效率,并且有助于提高公司治理水平(高雷,2008)。表12列示了对机构投资者持股比例进行分组后,“一带一路”与公司绩效的多元回归结果。本文发现,机构投资者持股比例较高的企业与机构投资者持股比例较低的企业回归结果均为显著正相关,但是前者的回归系数更大,且组间差异在5%的水平上显著。机构投资者持股比例高的公司,外部监督较强,可以一定程度上抑制管理者投机和盲目自信等行为,在项目的风险评估等方面更为严格,因此机构投资者持股高的公司,“一带一路”对公司绩效的提升更为显著。

#### (三)公司治理水平

公司治理水平的改善会在一定程度上制约管理层的行为、减少大股东对中小股东的侵害,在一定程度上有助于企业绩效的提高(杨合力,2012)。内部治理是公司自身本

表11 “一带一路”、高管背景与公司绩效

	有市场背景组 Tobin_change	无市场背景组 Tobin_change
Treat × Post	0.800*** (5.16)	0.449*** (7.28)
其他变量	控制	控制
公司和年度固定效应	控制	控制
观测数	1 945	8 159
R <sup>2</sup>	0.45	0.36
F	30.662***	174.314***
系数差异检验	0.351* (3.09)	

表12 “一带一路”、机构投资者持股比例与公司绩效

	机构投资者持股 比例高组 Tobin_change	机构投资者持股 比例低组 Tobin_change
Treat × Post	0.603*** (8.11)	0.375*** (4.82)
其他变量	控制	控制
公司和年度固定效应	控制	控制
观测数	5 060	5 044
R <sup>2</sup>	0.32	0.36
F	111.391***	129.241***
系数差异检验	0.228** (5.59)	

源的制度安排,其设计的优劣不仅会影响公司的财务决策和信息披露水平,也会影响其他机制效力的发挥(李万福等,2011;张会丽和吴有红,2014)。本文沿此命题进行探索,采用两权分离度作为公司治理水平的指标(徐晓东和陈晓,2003),并利用行业年度中位数将样本企业分为内部

治理水平高和内部治理水平低两组。表13列示了在对内部治理水平分组之后,“一带一路”与公司长期绩效的多元回归结果。本文发现,内部治理水平较低的企业与内部治理水平较高的企业的回归结果均为显著正相关,但是内部治理水平高的企业系数更大,且组间差异在1%的水平上显著。内部治理水平高的公司,内部监督较强,可以一定程度上抑制大股东的投机和盲目自信等行为,大股东的利益与公司的绩效之间关联更为紧密,大股东更有动机加强项目的风险评估等。因此内部治理水平高的公司,“一带一路”对公司绩效的提升更为显著。

(四)分行业分析

在实践中,不同行业的投资周期存在差异,使得“一带一路”对于不同行业的长短期绩效可能产生不同的影响,为此我们按照行业分组进行进一步的分析检验。表14列示了分行业的多元回归检验结果。结果显示,在短期绩效上,“一带一路”对于大多数行业的短期影响是负面但不显著,但是对于交通运输、仓储和邮政业的影响显著为负,可能

表 13 “一带一路”、公司治理水平与公司绩效

	内部治理水平高组 Tobin_change	内部治理水平低组 Tobin_change
Treat × Post	0.611*** (7.37)	0.371*** (4.57)
其他变量	控制	控制
公司和年度固定效应	控制	控制
观测数	5 552	4 186
R <sup>2</sup>	0.038	0.042
F	116.966***	79.346***
系数差异检验	0.240*** (7.97)	

表 14 “一带一路”与公司绩效：分行业分析

组 A：短期绩效					
	采矿业	制造业	交通运输、仓储和邮政业	信息传输、软件和信息技术服务业	科学研究和技术服务业
	Roa_change	Roa_change	Roa_change	Roa_change	Roa_change
Treat × Post	-0.013 (-0.72)	-0.002 (-0.75)	-0.015* (-1.70)	-0.004 (-0.49)	-0.009 (-0.27)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	358	8 345	444	816	154
R <sup>2</sup>	0.27	0.15	0.17	0.36	0.29
F	4.602***	15.866***	2.152**	2.239***	0.822
组 B：长期绩效					
	采矿业	制造业	交通运输、仓储和邮政业	信息传输、软件和信息技术服务业	科学研究和技术服务业
	Tobin_change	Tobin_change	Tobin_change	Tobin_change	Tobin_change
Treat × Post	-0.106 (-0.37)	0.407*** (7.34)	0.244** (2.02)	1.003*** (3.46)	1.212 (1.55)
其他变量	控制	控制	控制	控制	控制
公司和年度固定效应	控制	控制	控制	控制	控制
观测数	357	8 336	443	816	152
R <sup>2</sup>	0.33	0.34	0.60	0.62	0.69
F	2.862***	201.286***	18.195***	48.528***	4.930***

的原因在于该行业一开始需要大量的投资,而毛利率又比较低,导致对其短期绩效影响更大。在长期绩效上,“一带一路”对于大多数行业的长期影响显著为正,但是对于采矿业、科学研究和技术服务业的长期影响在样本期间内依然不显著,说明这些行业在“一带一路”上的投资周期可能更长。

## 六、结论与启示

本文以“一带一路”作为准自然实验,基于手工收集A股上市企业“一带一路”参与情况的数据,采用双重差分方法(DID)控制潜在内生性问题,研究了“一带一路”实施效果。研究发现,参与“一带一路”的公司具有更高的投资水平,增加了企业未来收益增加的可能性,显著提升了公司的长期绩效,且对于不同的行业有不同的影响。进一步分析表明,对于高管具有市场背景、机构投资者持股比例高和内部治理水平高的公司,“一带一路”带来的长期绩效提升更为明显,支持了高管背景多元化、股权结构合理和内部治理机制较好的公司的发展。这一研究发现丰富了宏观政策与公司绩效的研究,为国家进一步推进“一带一路”建设具有参考价值。

本文可能的启示有:本文的研究结论为“一带一路”的实施效果提供了实证依据,推进“一带一路”有助于提高对外开放水平,有利于各区域国家间互通有无、优势互补,促进合作实现共赢。从投资者的角度看,“一带一路”对企业短期绩效提升不显著,对企业的长期绩效有显著的提升作用,其促进作用对于内外部治理机制较强、高管具有多元化背景的公司更为显著,本文研究结论为价值投资者提供了新的理论依据,也为投资者的相关投资决策提供了参考。

### 主要参考文献:

[1] 陈虹,杨成玉.“一带一路”国家战略的国际经济效应研究——基于CGE模型的分析[J]. 国际贸易问题, 2015, (10): 4-13.

[2] 陈胜蓝,刘晓玲. 公司投资如何响应“一带一路”倡议?——基于准自然实验的经验研究[J]. 财经研究, 2018, 44(4): 20-33.

[3] 陈伟光,郭晴. 中国对“一带一路”沿线国家投资的潜力估计与区位选择[J]. 宏观经济研究, 2016, (9): 148-161.

[4] 陈晓辉,叶建华,杨水利.“一带一路”倡议、国际化进程与公司绩效——基于基建类上市公司的经验证据[J]. 郑州航空工业管理学院学报, 2019, 37(1): 49-61.

[5] 邓新明,熊会兵,李剑峰,侯俊东,吴锦峰. 政治关联、国际化战略与企业价值——来自中国民营上市公司面板数据的分析[J]. 南开管理评论, 2014, 17(1): 26-43.

[6] 高雷,张杰. 公司治理、机构投资者与盈余管理[J]. 会计研究, 2008, (9): 64-72+96.

[7] 郭建宏. 中国的对外直接投资风险及对策建议[J]. 国际商务研究, 2017, 38(1): 75-84.

[8] 蒋冠宏,蒋殿春. 中国对发展中国家的投资——东道国制度重要吗?[J]. 管理世界, 2012, (11): 45-56.

[9] 李建军,李俊成.“一带一路”基础设施建设、经济发展与金融要素[J]. 国际金融研究, 2018, (2): 8-18.

[10] 李万福,林斌,宋璐. 内部控制在公司投资中的角色: 效率促进还是抑制?[J]. 管理世界, 2011, (2): 81-99+188.

[11] 李香菊,王雄飞. 中国私有企业对“一带一路”沿线国家直接投资研究[J]. 国际贸易, 2018, (1): 41-46.

[12] 连立帅,朱松,陈超. 资本市场开放与股价对企业投资的引导作用: 基于沪港通交易制度的经验证据[J]. 中国工业经济, 2019, (3): 100-118.

[13] 梁上坤,机构投资者持股会影响公司费用粘性吗?[J]. 管理世界, 2018, 34(12): 133-148.

[14] 林乐,郑登津. 退市监管与股价崩盘风险[J]. 中国工业经济, 2016, (12): 58-74.

[15] 林乐芬,王少楠.“一带一路”建设与人民币国际化[J]. 世界经济与政治, 2015, (11): 72-90+158.

[16] 刘琦.“一带一路”倡议与企业绩效: 关系与机制研究[J]. 区域金融研究, 2018, (9): 23-29.

[17] 吕越,陆毅,吴嵩博,王勇.“一带一路”倡议的对外投资促进效应——基于2005-2016年中国企业绿地投资的双重差分检验[J]. 经济研究, 2019, 54(9): 187-202.

[18] 孙楚仁,张楠,刘雅莹.“一带一路”倡议与中国对沿线国家的贸易增长[J]. 国际贸易问题, 2017, (2): 83-96.

[19] 孙焱林,覃飞.“一带一路”倡议降低了企业对外直接投资风险吗[J]. 国际贸易问题, 2018, (8): 66-79.

[20] 孙伊然. 亚投行、“一带一路”与中国的国际秩序观[J]. 外交评论(外交学院学报), 2016, 33(1): 1-30.

[21] 王莉红,殷克东,金雪.“一带一路”建设与我国海洋产业发展——基于海洋产业上市公司业绩数据的分析[J]. 价格理论与实践, 2019, (8): 157-160.

[22] 王恕立,吴楚豪.“一带一路”倡议下中国的国际分工地位——基于价值链视角的投入产出分析[J]. 财经研

- 究, 2018, 44(8): 18-30.
- [23] 王雪莉, 马琳, 王艳丽. 高管团队职能背景对企业绩效的影响: 以中国信息技术行业上市公司为例 [J]. 南开管理评论, 2013, 16(4): 80-93.
- [24] 魏龙, 王磊. 从嵌入全球价值链到主导区域价值链——“一带一路”战略的经济可行性分析 [J]. 国际贸易问题, 2016, (5): 104-115.
- [25] 魏巍贤, 马喜立. 人民币汇率双向波动对中国及世界经济的影响——基于单一国家和多国的动态CGE模型 [J]. 财经研究, 2017, 43(1): 98-109+121.
- [26] 吴景泰, 刘秋明. 投资效率视角下公司治理与企业绩效关系研究 [J]. 会计之友, 2019, (1): 84-89.
- [27] 徐思, 何晓怡, 钟凯. “一带一路”倡议与中国企业融资约束 [J]. 中国工业经济, 2019, (7): 155-173.
- [28] 徐晓东, 陈小悦. 第一大股东对公司治理、企业业绩的影响分析 [J]. 经济研究, 2003, (2): 64-74+93.
- [29] 杨合力, 周立, 王博. 公司治理、机构投资者与企业绩效——来自中国上市公司的经验证据 [J]. 财政研究, 2012, (8): 67-71.
- [30] 杨连星, 刘晓光, 张杰. 双边政治关系如何影响对外直接投资——基于二元边际和投资成败视角 [J]. 中国工业经济, 2016, (11): 56-72.
- [31] 杨志勇. 实施“一带一路”战略的财税政策研究 [J]. 税务研究, 2015, (6): 16-21.
- [32] 张会丽, 吴有红. 内部控制、现金持有及经济后果 [J]. 会计研究, 2014, (3): 71-78+96.
- [33] 张述存. “一带一路”战略下优化中国对外直接投资布局的思路与对策 [J]. 管理世界, 2017, (4): 1-9.
- [34] 朱穗昌, 胡凝, 程小茹, 李尚蒲. 乳制品行业海外投资与公司绩效的关系 [J]. 新疆农垦经济, 2018, (8): 86-92.
- [35] Core, J.E., Holthausen, R.W., Larcker, D.F. Corporate Governance, Chief Executive Officer Compensation, and Firm Performance [J]. *Journal of Financial Economics*, 1999, 51(3): 371-406.
- [36] Elron, E. Top Management Teams within Multinational Corporations: Effects of Cultural Heterogeneity [J]. *Leadership Quarterly*, 1997, 8(4): 393-412.

## “Belt and Road” Initiative and Corporate Performance: A Quasi-Natural Experiment

ZHENG Deng-jin, LI Shun, XU Ke-er, LI Xiao-man

**Abstract:** This paper analyzes the influence of “Belt and Road” initiative on corporate performance by using difference-in-differences model. The results show that “Belt and Road” initiative has significantly improved the performance of corporate in the long term but has little effect in the short run. Moreover, it has different effects on different industries. Further research shows that companies whose executives have a marketing background or with high shareholding ratio of institutional investors or with good internal governance achieve greater improvement of the performance in the long-term. The possible mechanism is that “Belt and Road” initiative improves the level of investment of the company, which is conducive to the long-term development of the company. This paper not only enriches the research of macroeconomic policies and corporate performance, but also supports the development of “Belt and Road” initiative and China’s capital market.

**Key words:** “Belt and Road” initiative; corporate performance; executives background; corporate governance

(责任编辑 王安琪)